

# **Улогата на монетарната политика во време на економска криза**

**Д-р Виолета Мацова**

**Д-р Љупчо Давчев**

## **Вовед - Улогата на монетарната и фискалната политика**

Анализирањето на традиционалната улога на монетарната и фискалната политика секако започнува со акцент на консензуалното гледишта на економистите и политичарите дека централните банки се одговорни за гарантирање на стабилноста на цените на среден рок. Додека инфлациските очекувања остануваат добро закотвени, монетарната политика може и веројатно треба да придонесе за стабилизација. Монетарната политика мора да работи навремено и ефикасно. Тоа е задача која е делегирана на технократите кои имаат право да дејствува на ограничен дискреционен начин, ослободени од политичко влијание, но со јасен правен или уставен мандат. Исто така, постои општа согласност дека монетарната политика има, или треба да има, само ограничен дистрибутивни ефекти. Прифатливо дистрибутивни ефекти на монетарната политика се оние кои произлегуваат од промена на каматните стапки, од кои имаат корист или негативно влијание на штедачите и инвеститорите. Спротивно на тоа, фискалната политика е регулирана со одлуки преземени од страна на избраните политичари. Фискалната политика превзема силни дистрибутивни ефекти преку одлуки во однос на даноците и јавните трошоци. Улогата на фискалната политика после финансиската криза се смета дека треба да биде ограничено само во рамките и во улога на автоматски стабилизатор. Причината за спротивставување на користењето на дискреционите фискални политики е загриженост поради упорно големите буџетски дефицити, неодржливи должнички нивоа, и сомнежите околу способноста на политичкиот систем да се справи со даночните проблеми и одлуките околу фискалната потрошувачка доволно брзо да се постигне саканата стабилизација.

## **Монетарната политика во текот на кризата**

По неколку децении на отпор, фискалната политика уште еднаш остана нерешителна и немоќна во преземањето на јасни чекори во многу земји во текот на неодамнешната финансиска криза, додека монетарната политика се префрли уште повеќе во центарот на макроекономската политика, движејќи се од ограничен до речиси неограничена дискреција. Во прилог на намалување на каматните стапки на историски ниски нивоа, голема група на централни банки во различни земји реагираше на кризата на три начини: тие спроведоа неконвенционални мерки на монетарната политика, како што се квантитативно олеснување

и кредитно олеснување, се прошири листата на финансиски инструменти кои се сметаат прифатливо како колатерал преку намалување на барањата за квалитет, како и улогата на кредитор во крајна инстанца за да се спасат проблематичните банки. Како резултат на овие политики, централните банки дадоа предност на некои должници (индустриски компании, хипотекарни банки, влади) и сектори (извозните наспроти домашните). За возврат, дистрибутивните ефекти на монетарната политика беа многу посилни отколку во нормални некризни времиња. Овие мерки понекогаш се нарекуваат "квази-фискални политики".

Ова е, или може да се смета, погрешна употреба се додека исклучителни мерки на монетарната политика се компатибилни со мандатот што го има централната банка. Од друга страна, овие мерки имаат фискални елемент, со што се створи нејаснотија при традиционалната распределба на одговорностите меѓу креаторите на економската политика.

### **Врската помеѓу монетарната политика и финансиската стабилност**

Една од клучните поуки од кризата е потребата да се создаде рамка за макрофинансиските цели и правци гледано на среден и долг рок. Од особена важност е создавање на т.н. макропрudentна политика, се со цел спречување на материјализација на системскиот ризик во финансискиот систем. Од аспект на монетарната политика, ова е добра вест, но тоа, исто така, повлекува и задава определени предизвици.

Добрата вест е дека макропрudentните политики ќе успеат во поставување на финансиските кризи помалку веројатни и помалку тешки, со што ќе се намали потребата за монетарната политика да прави "невидени" работи кои треба да го исчистат нередот кога кризата ќе еруптира. Предизвикот е дека новите институционални аранжмани со кои се регулира макропрudentната политика во која централните банки веројатно ќе играат важна улога во многу случаи, не треба да ја поткопа независноста на монетарната политика. Понатаму, макропрudentната политика треба да се смета како дополнување, а не замена, за монетарната политика.

Иако првенствено преку прudentните политики треба да се има за цел обезбедување финансиска стабилност, кризата покажа дека монетарната политика, исто така, треба да земе најголема улога во обсервацијата и реакција на финансиските случувања. Прво, сегашните макроекономски модели кои се користат во монетарната креирање на политиката страдаат од прилично лоша разбирање на макрофинансиските врски и не вклучуваат можни финансиски диспропорции, како што се

ризикот од пропагање и системскиот ликвиден ризик. Овие се области каде уште многу работа е потребно за да се дојде до степен кој би обезбедил финансиска стабилност.

Второ, додека во идеални услови прудентните политики треба да овозможат финансиска стабилност, во помалку идеални услови, во финансискиот светот во кој живееме финансиска стабилност треба да биде поддржана и од монетарната политика. Дали ова значи дека монетарната политика треба да ја зголеми листата на своите цели за да ја вклучи финансиската стабилност? Не, но сепак тоа значи дека во извршување на ценовната стабилност, монетарната политика треба поексплицитно да го земе во предвид зголемувањето на финансиските дисбаланси и со немеханички мерки и акции да се најде начин за решавање на овие дисбаланси. Значи, надвор од ценовните индикатори, треба да се обрне повеќе внимание при утврдувањето на политиката во однос на еволуцијата на кредитите и задолжувањето, особено кога тие се придружени со брз раст на цените на активата и дефицити на тековната сметка. Овие се најчесто значајни сигнали дека финансиската нерамнотежа се зголемува, што на крајот може да ја загрози финансиската и ценовната стабилност. Поволната последица на погоре кажаното е дека монетарната политика ќе стане повеќе симетрична во однос на текот на економскиот циклусот, со поголема застапеност во време на раст и помалку потребна за интервенција во текот на кризата и забавување на растот. Сепак, не треба да потценува проблематичност за емпириско откривање кога финансиските дисбаланси се натрупуваат.

### **Високо ниво на јавен долг**

Клучното наследство од сегашната криза е дека земјите се оставени со огромни количини на јавен долг, достигнувајќи ниво во однос на БДП кое преовладувало по Втората светска војна. Обезбедувањето на одржливост на јавните финансии во многу напредни економии ќе бара значителни напори во долгорочен временски период. Јасно е дека ова е политички многу предизвикувачки, но повеќе од потребно е огромна посветеност за да се избегнат идни потреси од економската нестабилност.

А главната опасност да се заштитат е искушението да се врши суптилен притисок врз централната банка да ги задржи каматните стапки на ниско ниво, со што ќе се одржува ниска инфлација, се со цел да се намали оптоварувањето од јавниот долг. Ова е причината зошто тешко-изедјствуваната независност на централните банки останува неопходна за да се избегне нови епизоди на фискална доминација, која ќе имаат многу несакани макрофинансиски последици.

## Глобализација

Средината во која монетарната политика опстојува донесува повеќе предизвици како резултат на промените што започнаа со глобализацијата во трговијата, но и на финансиското поле. Што се однесува до трговијата, во текот на годините што и претходеа на кризата, во многу напредни економии задачата на монетарната политика во одржување на ниската инфлацијата беше полесно преку глобалните дисинфлациони притисоци поврзани со поевтин увоз на производи. Анализирајќи понатаму, работите најверојатно ќе бидат различни како што структурниот нагорен тренд во стоковите глобални цени станува доминантен фактор. Така, задачите што монетарната политика треба да ги исполни веројатно ќе станат потешки преку овој канал. Што се однесува до финансиските текови, капиталните приливи во земјите во развој, најверојатно, ќе бидат на структурно повисоко ниво по кризата, со оглед на релативно подобрите изгледи за пораст, очекуваните стапки на поврат, и макро фундаментите. Големината и брзината на ваквите приливи, сепак, може да претставуваат значителен предизвик за земјите кориснички и да доведе до дилеми во однос на поставувањето на економските политики. Поточно, земји кои се соочуваат со големи приливи можат да изберат помеѓу препуштање на значителна апрецијација на девизниот курс, што може да го истроши на пример тргувањето, или интервенира во девизните пазари да се ограничи самата апрецијација. Сепак, во вториот случај, под совршена мобилност на капиталот, властите не ќе можат да ја стерилизираат интервенцијата, што доведува до поголема инфлација. За возврат, подигањето на стапките за да се борат против инфлацијата само ќе донесат повеќе капитални приливи и сето тоа може да биде самоуништувачко.

Појавата на овие дилеми сугерира дека се потребни нови начини и можности за земјите во развој да се справат со предизвиците со кои се соочуваат при големите капитални приливи. Прилагодување на макроекономската политика за да се овозможи одржлива стапка на експанзија на агрегатната побарувачка со пониски домашни каматни стапки може да помогне да се ограничи приливот на капитал. Макропрудентните мерки, исто така може да бидат распоредени за да се ублажат ризиците во однос на финансиската стабилност, а кои се поврзани со бранувањата кај капиталните текови. Сето ова веројатно ќе дозволи монетарната политика да продолжи да се фокусира на својата клучна цел на одржување на ценовната стабилност.

## Заклучок

Сите дејствија преземени од страна на централните банки беа изнудени со сериозноста на кризата и беа неизбежни. Сепак, има пет главни поуки во врска со спроведувањето на монетарната политика кои можат да се научат од неодамнешната криза. Прво, не постои сомнеж дека централните банки треба да играат улога во економска криза на пазарно ниво, како и на ниво на поединечни системски важни банки. Со цел да се дејствува соодветно, тие имаат потреба од простор за маневрирање, што подразбира значен биланс на централната банка со доволно капитал. Во нормални времиња, дистрибуцијата на профитот на централната банка треба да се ограничи за да се постигне оваа цел. Со цел да бидат способни да дејствуваат во криза, централните банки треба да имаат биланси кои треба да бидат способни да се поврата на претходното ниво по потресите предизвикани од спроведувањето на неконвенционални мерки. Второ, важно е да се осигура дека одговорноста не е само пренесена на централната банка. Кога делуваат во име на друг орган, централните банки треба да бидат многу внимателни (дури и ако тие добиваат гаранција на нивните билансни ризици). Покрај тоа, кога тие ги прошируваат своите активности во време на криза, важно е дека тие и понатаму остануваат во рамките на нивниот мандат. Трето, централните банки мора да се заштитат од наоѓање во позиција каде што тие се принудени да преземат акција поради неактивноста на други институции. Четврто, при донесувањето на неконвенционални монетарни политики, важно е дека централните банки внимателно да ги оценат несаканите ефекти и ќе постават јасна излезна стратегија од самиот почеток. Петто, во иднина, ќе треба да се преземат соодветни регулаторни мерки кои ќе го содржат моралениот хазард што произлегува од значајните интервенции за да се стабилизира финансискиот систем.

#### Користена литература

Bernanke, B., and M. Gertler. 1989. "Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations." *American Economic Review* 79 (1): 14–31.

Bernanke, B. S., M. Gertler, and S. Gilchrist. 1999. "The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework." In *Handbook of Macroeconomics*, Vol. 1, ed. J. B. Taylor and M. Woodford, 1341–93 (chapter 21). Elsevier.

Bordo, M. D., O. Humpage, and A. Schwartz. 2010. "U.S. Foreign-Exchange-Market Intervention during the Volcker-Greenspan Era." NBER Working Paper No. 16345.

Goodfriend, M., and R. G. King. 1988. "Financial Deregulation, Monetary Policy, and Central Banking." *Economic Quarterly* (Federal Reserve Bank of Richmond) 74 (3): 3–22.

Humpage, O. F. 1999. "U.S. Intervention: Assessing the Probability of Success." *Journal of Money, Credit, and Banking* 31 (4): 731–47.